Deutscher Bundestag **Drucksache 16/2740**

16. Wahlperiode 27. 09. 2006

Antwort

der Bundesregierung

auf die Kleine Anfrage der Abgeordneten Dr. Gerhard Schick, Kerstin Andreae, Matthias Berninger, weiterer Abgeordneter und der Fraktion BÜNDNIS 90/ DIE GRÜNEN
– Druckschе 16/2554 –

Regulierung und Anlegerschutzinteressen bei Zertifikaten auf dem deutschen Finanzmarkt

Vorbemerkung der Fragesteller

Zertifikate auf dem deutschen Finanzmarkt sind noch ein vergleichsweise junges Produkt. Sie haben sich aber in den vergangenen Jahren gerade in Deutschland sehr dynamisch entwickelt, auch als Produkt für Kleinanleger. Mittlerweile gibt es über Hunderttausend verschiedene Zertifikatsprodukte mit einem Anlagevolumen von über 90 Mrd. Euro. Ein großer Vorteil für Kleinanleger ist, dass sie mit Zertifikaten an Produkten und Produktkombinationen und damit an spezifischen Chance-Risiko-Profilen teilhaben können, zu denen sie sonst keinen Zugang bzw. nur aufwendigen Zugang hätten. Wenn nun aber die Zertifikate verstärkt in das Portfolio von Kleinanlegern aufgenommen werden, müssen auch die rechtlichen Grundlagen überprüft und die Aspekte des finanziellen Verbraucherschutzes beachtet werden.

1. Gibt es eine gesetzliche Definition von Zertifikaten, und wenn nein, wie würde die Bundesregierung diese Definition fassen und würde die Bundesregierung dem Deutschen Bundestag raten, diese Definition gesetzlich zu verankern?

Eine spezielle gesetzliche Definition von Zertifikaten gibt es nicht. Zertifikate lassen sich aber unter die Begrifflichkeiten des Wertpapierhandelsgesetzes (WpHG) und des Wertpapierverkaufsprospektgesetzes (WpPG) subsumieren. Danach sind Zertifikate sowohl als Schuldverschreibungen im Sinne des § 2 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 WpHG und somit als Wertpapiere anzusehen, als auch vom Begriff der Derivate im Sinne des § 2 Abs. 2 WpHG erfasst. Zudem fallen sie unter den Begriff der Wertpapiere nach § 2 Nr. 1 WpPG. Diese Begrifflichkeiten beruhen auf europarechtlichen Vorgaben der EU-Prospektrichtlinie (2003/71/ EG) und der EU-Wertpapierdienstleistungsrichtlinie (93/22/EWG). Zudem gilt

Die Antwort wurde namens der Bundesregierung mit Schreiben des Bundesministeriums der Finanzen vom 22. September 2006 übermittelt.
Die Drucksache enthält zusätzlich – in kleinerer Schrifttype – den Fragetext.

die die EU-Prospektrichtlinie konkretisierende EU-Prospekt-Verordnung (EG) Nr. 809/2004 der Kommission vom 29. April 2004 unmittelbar.

Da eine gesetzliche Definition von Zertifikaten auch von der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (2004/39/EG) – EU-Finanzmarktrichtlinie – nicht vorgegeben ist, wird diese Einstufung durch das Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz nicht geändert werden.

Bereits aufgrund der hohen Regelungsdichte im europäischen Wertpapieraufsichtsrecht ist eine singuläre nationale Definition nicht angezeigt und dürfte zu Irritationen führen.

Zudem ist sie auch nicht sinnvoll, da eine solche Definition die Emittenten in der Gestaltungsfreiheit ihrer Produkte behindern und damit die international anerkannte Innovationskraft am Finanzplatz Deutschland gefährden würde.

2. Welche Faktoren sind nach Auffassung der Bundesregierung entscheidend für die aktuell zu beobachtende hohe Dynamik der Zertifikateemissionen und die stark wachsende Nachfrage insbesondere von Kleinanlegern nach Zertifikaten in Deutschland?

Die aktuell zu beobachtende hohe Dynamik des Zertifikatemarktes ist auf folgende Faktoren zurückzuführen:

Große Produktvielfalt

Die rechtliche Ausgestaltung und die Terminmarktstrategien lassen eine große Vielfalt an Zertifikate-Formen zu. Die Zertifikate stellen eine Alternative zu Geldmarktanlagen, zu Bonds, Aktien und Investmentfonds dar. Ein Anleger kann entsprechend seinem gewünschten Chancen-/Risikoprofil auf Zertifikate zurückgreifen, die seinen Markterwartungen und Anlagewünschen entsprechen. Durch Zertifikate erhalten die Anleger zudem Zugang zu Produkt-Kombinationen und derivateähnlichen Produkten, die in der Vergangenheit ausschließlich institutionellen Investoren vorbehalten waren. Insbesondere Indexzertifikate bilden mittlerweile einen Bestandteil der Portfoliodiversifikation, da sich die Markteinschätzung anhand dieser Produkte mit einem relativ geringen Kapitaleinsatz umsetzen lässt.

Außerdem haben sich die Emissionshäuser auf das gestiegene Sicherheitsbedürfnis nach dem Börsenabschwung eingestellt und Teilschutz- oder Garantieprodukte angeboten. Aber auch mit höheren Risiken behaftete Produkte, wie etwa Hedge-Fonds-Zertifikate oder Express-Zertifikate, sprechen zunehmend neue Anlegerschichten an.

Zulassungsverfahren

Die Emissionshäuser können wegen des weniger aufwendigen Zulassungsverfahrens schnell auf aktuelle Themen und Marktentwicklungen reagieren. Das Zulassungverfahren richtet sich nach dem WpPG und der EU-Verordnung (EG) Nr. 809/2004. Es beruht damit auf europarechtlichen Vorgaben.

Umsatzstarke Märkte

Mit den beiden umsatzstärksten Börsen der Welt für Zertifikate, dem Smart-Trading-Segment der Frankfurter Wertpapierbörse und dem Segment EUWAX der Börse Stuttgart, besitzt Deutschland einen großen Markt für den Handel mit Zertifikaten.

Vertrieb

Die Informationen der Emittenten über ihre Produkte und Informationsseiten im Internet, Anlegerseminare der Börsen, Berichterstattung in Zeitschriften und Zeitungen wecken zunehmend das Interesse der Anleger für Zertifikate. Ebenso werden Zertifikate aktiv von Banken und Finanzdienstleistern beworben und vertrieben.

3. Wie hoch waren die außerbörslichen Umsätze mit verbrieften Derivaten 2005 in Deutschland?

   Wie viel davon mit Privatanlegern?

Der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) liegen hierzu keine Daten vor. Die Meldungen an die BaFin nach § 9 WpHG in Verbindung mit der Wertpapierhandel-Meldeverordnung erfassen „verbriefte Derivate“ nicht als eigenständige Gattung von Finanzinstrumenten.

Statistiken zu Börsenumsätzen mit verbrieften Derivaten werden seit August 2005 durch das Deutsche Derivate Institut e. V. (DDI) veröffentlicht. Statistiken zum außerbörslichen Handel liegen dort nicht vor. Geschätzt wird für das Gesamtjahr 2005 ein Volumen von 100 Mrd. Euro. Privatanleger sind für etwa 90 Prozent des Geschäfts verantwortlich.

4. Inwieweit schützt die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) Privatanleger, falls Emittenten verbriefter Derivate ihren Pflichten nicht nachkommen?

Gemäß den gesetzlichen Vorgaben sorgt die Solvenzaufsicht der BaFin dafür, dass Kreditinstitute und Finanzdienstleistungsinstitute stets Mindestanforderungen bezüglich des Eigenkapitals einzuhalten haben. Hierdurch trägt sie indirekt zum Schutz der Anleger bei.

Weiterhin unterliegen Emittenten von Derivaten, die in Deutschland an einem organisierten Markt (amtlicher und geregelter Markt) oder im Freiverkehr gehandelt werden, der allgemeinen Marktüberwachung. Dies schließt die Überwachung des Insiderhandels- und Marktmanipulationsverbotes ein. Soweit die Derivate an einem organisierten Markt gehandelt werden, unterliegen die Emittenten auch der Ad-hoc-Verpflichtung nach § 15 WpHG. Kann der Emittent seinen Verpflichtungen nicht nachkommen oder droht dieser Zustand, so ist im Regelfall diese Mitteilungspflicht nach § 15 WpHG zu erfüllen.

Die BaFin wird allerdings nicht im individuellen Interesse, sondern ausschließlich im öffentlichen Interesse tätig. Bei einer starken Häufung von zivilrechtlich begründeten Ansprüchen von Anlegern kann jedoch eine Unzuverlässigkeit des Geschäftsleiters eines Kredit- oder Finanzdienstleistungsinstituts oder ein Missstand im Sinne des § 6 Abs. 2 KWG oder § 4 Abs. 1 WpHG vorliegen, der die BaFin zu aufsichtsrechtlichen Maßnahmen berechtigt.

a) Wenn ja, wie sehen die Standardverfahren aus, und welche Ansprechpartner gibt es für Anleger?

Kommt ein Emittent eines Derivates, der ein Kredit- oder Finanzdienstleistungsinstitut ist, seinen Verpflichtungen nicht nach, kann sich der Anleger an die BaFin wenden (www.bafin.de/beschwerden/beschwerden_bb.htm). Zudem besteht die Möglichkeit, das BaFin-Verbrauchertelefon in Anspruch zu nehmen.

Die BaFin geht der Beschwerde nach und überprüft, ob das die Zertifikate emittierende Institut aufsichtsrechtliche Pflichten verletzt hat. In diesem Zusammen-

hang wird das Institut angeschrieben und um Stellungnahme gebeten. Da die BaFin nur im öffentlichen Interesse tätig wird, bestehen Eingriffsmöglichkeiten der BaFin jedoch nur bei einem Verstoß gegen aufsichtsrechtliche Vorschriften.

b) Inwieweit spielt für diese Fragen das Herkunftsland des Emittenten eine Rolle?

Eine deutsche Niederlassung eines Instituts aus einem anderen EU-Mitgliedstaat oder dem Europäischen Wirtschaftsraum (EWR) fällt unter die Solvenzaufsicht des Herkunftslandes, die einen gleichwertigen Standard wie die deutsche Aufsicht bietet. Gründet ein ausländisches Institut (EU/EWR-Raum und Drittstaaten) eine Tochtergesellschaft in Deutschland, so fällt diese unter die deutsche Solvenzaufsicht.

5. Aufgrund welcher rechtlichen Vorschriften unterscheidet sich der Handel mit Zertifikaten von dem mit Aktien und mit Anleihen?

Der durch das WpHG und das Börsengesetz (BörsG) gebildete Regulierungsrahmen für den Handel in Finanzinstrumenten erfasst grundsätzlich sowohl den Handel mit Aktien und Anleihen als auch den Handel mit Zertifikaten. So gilt nach dem Wertpapierhandelsgesetz das Verbot des Insiderhandels und der Marktmanipulation für diese Kategorien von Finanzinstrumenten gleichermaßen.

Für den Handel mit verbrieften Derivaten, zu denen Zertifikate gehören, sehen die Regelwerke der Börsen zusätzliche Voraussetzungen vor. Hierzu gehört z. B. die Pflicht, dass ein so genannter „Market Maker“ das Zertifikat betreut, indem er zusätzliche Liquidität dadurch zuführt, dass er laufend Kauf- und Verkaufsangebote (Quotes) in das Orderbuch einstellt. Als Market Maker fungieren regelmäßig die Emittenten der Zertifikate. Auch die Möglichkeit, Geschäfte wieder aufzuheben, die zu nicht marktgerechten Preisen zustande gekommen sind (Mistrades), ergibt sich aus den Börsenregeln.

Werden die Zertifikate im Freiverkehr der verschiedenen Börsen in Deutschland gehandelt, gelten die entsprechenden Regelwerke der Börsen.

6. Wie und nach welchen Kriterien erfolgt die Preisbildung bei Zertifikaten, wenn sie über die Börse gehandelt werden?

Grundsätzlich finden die üblichen Preisbildungsmechanismen auch auf den Handel mit Zertifikaten Anwendung. An der Börse muss der Skontroführer, der für die Preisermittlung verantwortlich ist, die gesetzlichen Anforderungen der §§ 24 ff. BörsG einhalten. Das bedeutet insbesondere, dass er den Preis nach der Marktlage des Börsenhandels, also nach Angebot (Verkaufsaufträge) und Nachfrage (Kaufaufträge), wie sie sich im Orderbuch widerspiegeln, ermitteln muss.

Im Handel mit verbrieften Derivaten, zu dem auch der Zertifikatehandel gehört, kommt aufgrund der bereits angeführten Börsenregeln (Frage 5) hinzu, dass der Skontroführer bei der Preisermittlung die Spanne von aktuellem Kauf- und Verkaufsangebot, die der Market Maker stellt, berücksichtigen muss. Der Market Maker leitet diese Spanne mit Hilfe einer Preisberechnungsformel vom Basiswert, auf den sich das Zertifikat bezieht, ab. Die Regelwerke der Börsen beschränken sich dabei mit ihren Anforderungen auf die maximale Geld-/Briefspanne und das handelbare Mindestvolumen, stellen jedoch keine Anforderungen an die Preisberechnung durch den Market Maker. Der Skontroführer an der Börse kann auf die Quotes des Emittenten zurückgreifen, ist an die Quote-Stellung gleichwohl aber nicht gebunden. Die Preisbildung durch den Skontroführer

orientiert sich faktisch aber an den vom Market Maker gestellten Preisen. Der Prozess der Preisermittlung unterliegt der laufenden Aufsicht der Handelsüberwachungsstellen der Börsen.

7. Welche spezifisch auf Zertifikate anzuwendenden Regeln sind für die Aufsichtsbehörden des Bundes und der Länder maßgebend?

Für die Prospektierung gelten die allgemeinen Vorgaben des WpPG und der EU-Prospektverordnung (EG) Nr. 809/2004. Die Zulassung der Zertifikate zum Handel an den Börsen erfolgt entsprechend den Börsenzulassungsvorschriften. Darüber hinaus findet das WpHG Anwendung, welches auch den Vertrieb von Zertifikaten reguliert.

Für die BaFin als Aufsichtsbehörde des Bundes sind die Bestimmungen des WpPG und des WpHG maßgebend für die Aufsichtsbehörden der Länder die börsenspezifischen Regeln der Handelssegmente für verbriefte Derivate sowie das Börsengesetz.

Die BaFin wendet bei ihrer Aufsichtstätigkeit keine Regeln an, die speziell für Zertifikate gelten. Beim Vertrieb von Zertifikaten durch Kreditinstitute und Wertpapierdienstleistungsunternehmen sind insbesondere die Informations- und Aufklärungspflichten der §§ 31 ff. WpHG einzuhalten.

Hinsichtlich der Börsenaufsichtsbehörden der Länder kommt es darauf an, in welchem Segment der Zertifikatehandel stattfindet. Der Handel wird in Frankfurt und Stuttgart sowohl im organisierten Markt als auch im Freiverkehr betrieben. Soweit er in einem organisierten Markt stattfindet (etwa EUWAX Regulated), ist vor allem die jeweilige Börsenordnung maßgebend. In Stuttgart finden sich für EUWAX Regulated in den §§ 51 ff. der Börsenordnung entsprechende Vorschriften, die für verschiedene Derivate einschließlich Zertifikaten gelten. Für den Freiverkehr sind die EUWAX-Richtlinien das relevante Regelwerk. Ähnliche Unterscheidungen für den Handel mit Zertifikaten gibt es in Frankfurt (Börsenordnung bzw. die Allgemeinen Geschäftsbedingungen für den Freiverkehr an der Frankfurter Wertpapierbörse). Im Verhältnis zu Emittenten von strukturierten Wertpapieren gelten in Frankfurt noch die Teilnahmebedingungen für das Qualitätssegment für strukturierte Wertpapiere. Hinsichtlich der Preisfeststellung kommen daneben die Bedingungen für Geschäfte an der Frankfurter Wertpapierbörse zur Anwendung. Allein für Zertifikate geltende Vorschriften existieren, soweit ersichtlich, nicht.

8. Nach welchen Kriterien werden Zertifikate nach aufsichtsrechtlichen Aspekten unterschieden?

Es wird auf die Antworten auf die Fragen 7 und 13 verwiesen.

9. Inwieweit nehmen die Börsenaufsichtsbehörden der Länder Hessen und Baden-Württemberg Einfluss auf die Regelwerke der Handelssegmente für verbriefte Derivate an der Frankfurter und der Stuttgarter Wertpapierbörse?

Soweit das relevante Regelwerk für den Handel mit verbrieften Derivaten Satzungsrecht der Börsen ist (z. B. Börsenordnung, Bedingungen für Geschäfte an der Frankfurter Wertpapierbörse), findet im Rahmen des Börsengesetzes eine Rechtsaufsicht durch die Börsenaufsichtsbehörden statt. Sie müssen die Börsenordnung genehmigen (§ 13 Abs. 5 Satz 1 BörsG) und können die Aufnahme bestimmter Vorschriften in die Börsenordnung verlangen, wenn und soweit diese zur Erfüllung der der Börse oder der Börsenaufsichtsbehörde obliegenden ge-

setzlichen Aufgaben notwendig sind (§ 13 Abs. 5 Satz 2 BörsG). Die Handelsrichtlinien für den Freiverkehr bedürfen zwar keiner vorherigen Genehmigung. Die Börsenaufsichtsbehörde kann den Handel im Freiverkehr gemäß § 57 Abs. 3 BörsG aber untersagen, wenn ein ordnungsgemäßer Börsenhandel nicht gewährleistet ist.

10. Findet eine Inhaltskontrolle der von den entsprechenden Ausschüssen erlassenen Regelwerke statt (z. B. EUWAX-Richtlinien an der Börse Stuttgart), und wenn ja, in welcher Form?

Die Börsenordnung der EUWAX Regulated als organisiertem Markt werden als Satzung durch den Börsenrat erlassen und bedürfen der Genehmigung der Börsenaufsichtsbehörde. Die EUWAX-Richtlinien für den Freiverkehr werden durch den EUWAX-Ausschuss erlassen (§ 5 der EUWAX-Richtlinie). Bei den EUWAX-Richtlinien handelt es sich um privatrechtliche Handelsrichtlinien. An den Ausschusssitzungen nimmt die Börsengeschäftsführung teil, die den Ausschuss berät, ob etwaige Änderungsvorschläge rechtlich umsetzbar sind. Zudem ist ein Gleichlauf mit dem in der Börsenordnung verankerten Segment EUWAX Regulated vorgesehen, sodass insofern eine Inhaltskontrolle erfolgt (siehe auch Antwort zu Frage 9).

11. Sieht die Bundesregierung Risiken, die von Zertifikaten auf die Finanzmarktstabilität ausgehen können?

    Wenn ja, welche?

Bei Zertifikaten bestehen aus Finanzstabilitätsperspektive grundsätzlich die gleichen Risiken wie beim Handel mit Derivaten. Soweit diesen Risiken durch Finanzmarkregulierung begegnet werden kann, enthalten die bestehenden aufsichtsrechtlichen Vorschriften bereits ein Instrumentarium, um diese zu adressieren.

Deutsche Emittenten, die Kreditinstitute oder Finanzdienstleistungsinstitute sind, unterliegen den aufsichtsrechtlichen Vorgaben und müssen insbesondere ein umfangreiches Risikocontrolling gerade in Bezug auf Derivate vornehmen.

12. Welche Bedeutung haben Zertifikate für den Finanzplatz Deutschland und speziell für den Finanzplatz Frankfurt?

Der deutsche Zertifikatemarkt ist einer der größten der Welt. Er stellt damit eine wichtige Säule des Finanzplatzes dar. Die monatlichen Börsenumsätze in Anlagezertifikaten beliefen sich im ersten Halbjahr 2006 auf rund 5,8 Mrd. Euro (Quelle: Deutsches Derivate Institut e. V.). Gut die Hälfte der Produkte waren Indexzertifikate. Daneben findet auch ein außerbörslicher Handel statt. Da insbesondere die Banken als Emittenten der Produkte Einnahmen generieren, ist auch eine hohe Bedeutung für den Finanzplatz Frankfurt gegeben. Durch Absicherungstransaktionen der Emittenten an Aktien- und Terminmärkten steigt dort auch die Liquidität und führt zu geringeren Spreads bzw. geringen impliziten Transaktionskosten für alle Marktteilnehmer. Im börslichen Handel erfolgen die meisten Umsätze über die Börse Stuttgart.

Die EU-Prospektrichtlinie und der damit mögliche Europäische Pass für Zertifikate ermöglichen es, Zertifikate deutscher Emittenten auch im europäischen Ausland zu vertreiben.

13. Erfolgt die Prüfung von Emissionsprospekten für Zertifikate durch die BaFin anhand spezieller, auf Zertifikate ausgerichteter Regeln?

Die Prüfung von Emissionsprospekten für öffentlich angebotene Wertpapiere und solche, die zum Handel an einem organisierten Markt zugelassen werden sollen, richtet sich nach den Bestimmungen des WpPG in Verbindung mit den Vorgaben der EU-Prospektverordnung (EG) Nr. 809/2004. Letzteres Regelwerk legt detailliert den Mindestinhalt für Prospekte fest und unterscheidet diesbezüglich u. a. zwischen Aktien, Schuldverschreibungen und derivativen Wertpapieren. Eine eigene Kategorie der Zertifikate enthält die EU-Prospektverordnung nicht.

Um eine Schuldverschreibung im Sinne der Prospektverordnung handelt es sich dann, wenn der Emittent aufgrund der Emissionsbedingungen verpflichtet ist, dem Anleger den Nominalwert zurückzuzahlen, zuzüglich einer etwaigen Zinszahlung (vgl. Artikel 8 Abs. 2 EU-Prospektverordnung) – „Kapitalgarantie“. Ansonsten sind die Zertifikate in der Terminologie der EU-Prospektverordnung als derivative Wertpapiere einzuordnen.

Die Finanzprodukte, die als Zertifikate bezeichnet werden, sind in der Ausgestaltung sehr unterschiedlich und weisen deshalb teils eine solche Kapitalgarantie auf, teilweise aber auch nicht. Fehlt diese Kapitalgarantie, hat sich der Prospektinhalt deshalb an den Vorgaben für derivative Wertpapiere (Anhang XII der EU-Prospektverordnung) zu orientieren, ansonsten an den Vorgaben für Schuldverschreibungen (Anhänge V oder XIII der EU-Prospektverordnung).

In diesem Zusammenhang ist hervorzuheben, dass bei Ausarbeitung der inhaltlichen Mindestvorgaben auf europäischer Ebene für derivative Wertpapiere bereits ein großer Markt für Zertifikate bestand. Diese Tatsache ist bei der Festlegung der Mindestangaben berücksichtigt worden, ohne dass spezielle inhaltliche Anforderungen an Zertifikate gestellt worden sind. Dieses wäre wegen der Fülle der bestehenden Ausgestaltungsmöglichkeiten auch nicht möglich gewesen.

14. Welche Kostenarten unterscheidet die BaFin bei der Prüfung des Prospekts für ein Zertifikat?

Die für die Prüfungspraxis der BaFin maßgeblichen Vorgaben der EU-Prospektverordnung betreffend den Prospektmindestinhalt verlangen die Angabe von Kosten und Steuern, die dem Käufer in Rechnung gestellt werden (vgl. Anhang V, Ziffer 5.3.1. Anhang XII Ziffer 5.3.). Darunter sind nach der Prüfungspraxis der BaFin ein Ausgabeaufschlag (Agio) oder etwaige Stempelsteuern zu verstehen.

15. Müssen in einem Emissionsprospekt für Zertifikate nach der Prüfungspraxis der BaFin auch indirekte Kosten wie z. B. der Wegfall der Dividenden für ein Zertifikat, dessen Wert sich an der Entwicklung des Aktienkurses eines Unternehmens orientiert, ausgewiesen werden?

Dies sieht die EU-Prospektverordnung nicht vor. Da bei derivativen Wertpapieren zu erläutern ist, wie der Wert des Derivats durch den Wert des Basiswerts beeinflusst wird, erfolgt in der Praxis allerdings oftmals ein entsprechender Hinweis im Prospekt. Insbesondere bei Indexbeschreibungen enthalten Emissionsprospekte regelmäßig Angaben, inwieweit Dividenden in den jeweils beschriebenen Index reinvestiert werden. Auch in den zwingend in den Prospekt aufzunehmenden Risikofaktoren werden häufig entsprechende Ausführungen gemacht.

16. Hält die Bundesregierung den bisher praktizierten und von der BaFin genehmigten Ausweis der Kosten eines Zertifikates im Rahmen von Emissionsprospekten für ausreichend transparent?

Ja. Durch den von der EU-Prospektverordnung vorgeschriebenen Mindestinhalt für Emissionsprospekte werden ausreichend transparente Vorgaben gemacht und von der BaFin verlangt.

17. Genehmigt die BaFin einen Emissionsprospekt für ein Zertifikat auch dann, wenn die Höhe des Rückzahlungsbetrages und ihre Einflussfaktoren nicht genau beschrieben werden?

Dies ist davon abhängig, ob es sich um einen ein- oder dreiteiligen Prospekt handelt (vgl. § 12 Abs. 1 WpPG) oder aber um einen Basisprospekt (§ 6 WpPG), in dem die endgültigen Bedingungen zulässigerweise noch offen gelassen sind. Nach der EU-Prospektverordnung ist darzulegen, wie der Wert der Anlage vom zugrunde liegenden Basiswert abhängig ist, welche Rechte der Anleger aus den Wertpapieren hat und wie die Art der Berechnung erfolgt. Daher muss jeder Prospekt eine Beschreibung des Rückzahlungsmechanismus vorsehen. Endgültige Bedingungen, also solche das Wertpapier betreffende Informationsbestandteile, die zum Zeitpunkt der Billigung des Basisprospekts nicht bekannt sind und erst zum Zeitpunkt der jeweiligen Emission bestimmt werden können, müssen spätestens am Tag des öffentlichen Angebots veröffentlicht und bei der BaFin hinterlegt werden und werden anders als der Basisprospekt von der BaFin nicht mehr geprüft (vgl. § 6 Abs. 3 WpPG). Da es sich beim Rückzahlungsbetrag und dessen Einflussfaktoren typischerweise um endgültige Bedingungen handelt, ist es grundsätzlich denkbar, dass die BaFin einen Basisprospekt billigt, in dem die Höhe des Rückzahlungsbetrags und dessen Einflussfaktoren noch nicht beschrieben sind.

18. Sieht die Bundesregierung die Notwendigkeit, durch gesetzliche Vorschriften und/oder durch Verschärfung der Prüfungspraxis durch die BaFin die Transparenz beim Ausweis von Kosten sowie von Chancen und Risiken, die mit Zertifikaten verbunden sind, zu verbessern?

    a) Wenn ja, welche Maßnahmen plant die Bundesregierung?

    b) Welche Änderungen ergeben sich diesbezüglich durch europäische Rechtsetzung?

Hierzu besteht keine Notwendigkeit (siehe zur Prospektprüfung auch die Antwort zu Frage 16). Wertpapierdienstleistungsunternehmen sind nach § 31 Abs. 1 Nr. 1 WpHG verpflichtet, ihre Kunden sorgfältig zu beraten und ihnen nach § 31 Abs. 2 Nr. 2 WpHG alle zweckdienlichen Informationen mitzuteilen. Hierzu gehört auch eine Aufklärung über Kosten sowie Chancen und Risiken von Zertifikaten.

Diese so genannten Wohlverhaltenspflichten werden im Zuge der Umsetzung der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (2004/39/EG) – EU-Finanzmarktrichtlinie – und ihrer Durchführungsrichtlinie entsprechend den europäischen Vorgaben geregelt. Diese EU-Vorgaben enthalten auch besondere Schutzvorschriften beim Vertrieb von komplexen Finanzinstrumenten. Im Rahmen der Anlageberatung ist zum Beispiel zu prüfen, ob die Art des empfohlenen Finanzinstruments für den individuellen Kunden angesichts seiner Kenntnisse und Erfahrungen, seiner Anlageziele und seiner finanziellen Situation geeignet ist. Eine Ausführung eines Kaufauftrags ohne Evaluierung der Geeignetheit oder Angemessenheit des Produkts für den Kunden („Execution-only“) ist im Rahmen von Schuldverschreibungen mit derivativem Element nach der EU-

Finanzmarktrichtlinie nicht möglich. Regulierungsunterschiede zwischen Aktien und Derivaten bestehen auch durch höhere Anforderungen an die Aufklärung über Risiken und Kosten von Hebelprodukten und zusammengesetzten Finanzinstrumenten. Daher werden insbesondere die Informationspflichten gemäß den europäischen Vorgaben im Umsetzungsgesetz und der dazugehörigen Rechtsverordnung detailliert geregelt und damit die Transparenzanforderungen weiter erhöht. Zusätzliche Vorschriften speziell für Zertifikate sind nicht erforderlich.

19. Aufgrund welcher gesetzlicher Vorschriften ist es möglich, Handelsgeschäfte infolge einer nachträglichen Änderung des Emissionsprospektes rückabzuwickeln?

Es ist zu unterscheiden zwischen allgemeinen, zivilrechtlich geregelten Rückabwicklungsmöglichkeiten und solchen, die spezialgesetzlich in den Bestimmungen betreffend Emissionsprospekte zu finden sind.

Die spezialgesetzlichen Regelungen des WpPG sehen vor, dass ein Anleger, der Wertpapiere erworben hat, die noch nicht in sein Depot eingebucht worden sind, seinen Erwerb widerrufen kann (vgl. § 16 Abs. 3 WpPG).

Voraussetzung dafür ist, dass in dem Zeitraum nach der Billigung des Prospekts durch die BaFin bis zum Ende des öffentlichen Angebots der Wertpapiere oder deren Einbeziehung in den Handel an einem organisierten Markt ein wichtiger neuer Umstand auftritt, der noch nicht im Prospekt genannt wurde, oder eine wesentliche Unrichtigkeit festgestellt wird und dieser Umstand oder diese Unrichtigkeit die Beurteilung der Wertpapiere beeinflussen könnten. In diesen Fällen ist der Anbieter dazu verpflichtet, einen Nachtrag zum Prospekt zu erstellen, von der BaFin billigen zu lassen und ihn anschließend zu veröffentlichen.

Durch diesen Nachtrag werden die Angaben in dem Emissionsprospekt nachträglich geändert. Anleger, die die Wertpapiere vor der Veröffentlichung des Nachtrags (also in Unkenntnis des neu eingetretenen Umstands oder der wesentlichen Unrichtigkeit) erworben haben, können innerhalb von zwei Werktagen nach der Veröffentlichung des Nachtrags ihren Erwerb widerrufen.

Nachdem Zertifikate in den Handel an einem organisierten Markt einbezogen worden sind, besteht auch beim Auftreten eines wichtigen neuen Umstands keine Nachtragspflicht zum Prospekt und damit auch kein spezialgesetzlich geregeltes Widerrufsrecht des Anlegers.

20. Welche Anlässe sind in der Praxis Ursache für Rückabwicklungen bei Handelsgeschäften mit Zertifikaten?

In der Sache findet eine Rückabwicklung statt, wenn das Geschäft aufgrund einer technischen Fehlfunktion zustande kam oder dem Geschäft ein offensichtlich im Zeitpunkt des Geschäftsabschlusses nicht zu einem marktüblichen Preis gestellter Auftrag oder eine Quote zugrunde lag. Nach Auskunft der Handelsüberwachungsstelle Stuttgart sind häufige Ursachen, dass sich im nachhinein herausstellt, dass die Quotierung auf der Grundlage veralteter oder verzögerter Daten aus den Informationssystemen erstellt wurde. Häufig sind z. B. die Formeln, nach denen die Preise für Zertifikate errechnet werden, direkt mit den Kürzeln der jeweiligen Underlyings in den Informationssystemen verknüpft, sodass sich ein Fehler in den Informationssystemen oder in der Übertragung der Informationen aus den Systemen direkt auf den Preis auswirken kann. Darüber hinaus kann eine Rückabwicklung geboten sein, wenn der Skontroführer versehentlich falsche Daten in die Börsensysteme eingibt.

Nach einer Schätzung der Handelsüberwachungsstelle Stuttgart beruht der weitaus größte Teil der Rückabwicklungen auf technischen Problemen seitens des Emittenten.

Einzelheiten zur Rückabwicklung in diesen Fällen sind in den so genannten Mistrade-Regeln enthalten, die an die Vorgaben der Börsen angelehnt sind. Auf die Möglichkeit von Mistrades werden die Kunden bei der Vereinbarung des außerbörslichen Handels hingewiesen.

21. Welcher Anteil des rückabgewickelten Handelsvolumens entfällt auf welche Anlassart?

In diesem Zusammenhang ist zunächst von Bedeutung, dass der Anteil der Mistrade-Anträge bezogen auf die Gesamtzahl der getätigten Geschäfte sehr gering ist. Nach Angaben des Deutschen Derivate Instituts e. V. wurden an der Börse Stuttgart im Jahre 2005 insgesamt lediglich 80 Mistrade-Anträge gestellt. Der größte Anteil der Mistrade-Anträge (60 Anträge) sei im Jahr 2005 technischen Problemen wie Systemausfällen zuzurechnen. Die übrigen 20 Anträge entfielen auf verzögerte Datenlieferungen aus den Informationssystemen, die Verwendung falscher Daten und Tippfehler beim Börsenhändler.

22. Wie viele Anträge zur Rückabwicklung fälschlicherweise zustande gekommener Verträge (Mistrade-Anträge) wurden im außerbörslichen Handel in Deutschland 2005 gestellt?

Hierzu liegen keine Daten vor.

23. Wie viele Anträge zur Rückabwicklung wurden von Emissionshäusern verbriefter Derivate gestellt und wie viele von Privatanlegern?

Wie zu Frage 20 dargelegt, dürfen Handelsgeschäfte nur zu „marktgerechten Konditionen“ getätigt werden. Ob sich der Abschluss zu nicht marktgerechten Konditionen (Mistrade), zu Gunsten oder zu Ungunsten des Emittenten auswirkt, ist dabei nicht von Bedeutung.

Nach einer Schätzung der Handelsüberwachungsstelle der Börse Stuttgart werden in mehr als 99 Prozent der Fälle die Anträge von den Emittenten gestellt, lediglich etwa 0,5 Prozent der Anträge stammen von Privatanlegern. Die Handelsüberwachungsstelle an der Frankfurter Wertpapierbörse geht in einer Schätzung ebenfalls davon aus, dass mehr als 99 Prozent der Anträge von den Emittenten gestellt werden. Allerdings wurde etwa in Stuttgart im August 2006 lediglich in 0,82 Prozent der Transaktionen überhaupt ein Mistrade-Antrag gestellt. Zudem ist durch die komplexe Preisberechnung durch die Emittenten eine hohe Anfälligkeit für technische Fehler, wie sie unter Frage 20 geschildert werden, gegeben.

a) Wie viele wurden auf Widerspruch des Privatkunden abgelehnt?

Zur Frage, wie häufig Mistrade-Anträge von Privatkunden erfolgreich sind, liegen nach Auskunft der Handelsüberwachungsstellen keine Daten vor.

b) Bei wie vielen hat der Antragsteller trotz Ablehnung des Antrags die Lieferung und somit die Vertragserfüllung verweigert?

Nach Aussage der Handelsüberwachungsstellen sind solche Fälle nicht bekannt. Im Übrigen wird im börslichen Handel bei Nichterfüllung eines ordnungsgemäß abgeschlossenen Geschäftes nach dem Regelwerk der Börsen eine Zwangsregu-

lierung durchgeführt. Somit kann es lediglich zu einer Verzögerung der Leistung kommen.

24. Wie häufig wurden in 2005 von den Handelsüberwachungsstellen an den Börsen Stuttgart und Frankfurt beim Handel mit verbrieften Derivaten im Zuge eines Auskunftsverfahrens die Identitäten der hinter Börsengeschäften stehenden Auftraggeber bei den Handelsteilnehmern (z. B. Banken) ermittelt?

Zur Frage der Häufigkeit stehen keine Daten zur Verfügung.

a) Warum wurden diese Identitäten ermittelt?

Nach Auskunft der Handelsüberwachungsstellen werden solche Daten etwa bei ersten Anhaltspunkten für einen Versuch der Marktmanipulation beim Handel mit verbrieften Derivaten erhoben. Nach Angabe der Handelsüberwachungsstelle Stuttgart wurden solche Auskunftsersuchen beim Handel mit Zertifikaten im Einzelfall auch dann gestellt, wenn Anhaltspunkte bestanden, dass Transaktionen so aufgeteilt wurden, dass der nach dem Regelwerk für die Rückabwicklung erforderliche Mindestschaden von 1 000 Euro (etwa § 23 Abs. 6 EUWAX-Richtlinien) nicht erreicht wurde.

b) Welche Rechtsgrundlage besteht hierzu?

Rechtsgrundlagen dafür finden sich in § 4 Abs. 3 i. V. m. § 2 Abs. 1 Satz 1 bis 6, Satz 9 und 10 BörsG. Auch die Börsenrichtlinien sehen Grundlagen für Auskunftsersuchen vor.

c) Werden an den Börsen Listen mit den aus den Auskunftsverfahren gewonnenen Identitäten geführt?

Nach Auskunft der Handelsüberwachungsstellen wird derzeit auf einer Einzelfallbasis nach Auswertung der jeweiligen Anhaltspunkte geprüft, ob ein missbräuchliches Verhalten gegeben ist oder nicht. Dabei werden je Mistrade-Antrag die Daten der betreffenden Orderaufgeber erfasst. Treten bei einem Mistrade-Antrag auffällige Ordererteilungen auf, so werden die Teilnehmer erfragt. Personenbezogene Daten werden nicht gespeichert.

25. In welchen Ländern sind Zertifikate als Anlage- und Handelsprodukt wie in Deutschland verbreitet?

Wie bereits in der Antwort auf Frage 12 ausgeführt, sind Zertifikate in Deutschland besonders weit verbreitet. In Großbritannien und Irland haben Zertifikate eine weitaus geringere Bedeutung. Hier spielen andere Finanzinstrumente mit vergleichbarer Funktion wie Differenzgeschäfte (contracts for differences) eine größere Rolle. In Österreich liegen die Börsenumsätze in Zertifikaten bei bisher vergleichsweise niedrigen 234 Mio. Euro im Jahre 2006. Für den außerbörslichen Handel, der sehr lebhaft ist, sind keine konkreten Zahlen erhältlich. Zertifikate werden zudem an der Vierländerbörse Euronext angeboten. In Ungarn, Luxemburg und Schweden haben Zertifikate eine geringe Bedeutung. In den Niederlanden wurde in den vergangenen Jahren ein starker Zuwachs im Zertifikatehandel beobachtet, das Marktvolumen wird hier auf 20 Mrd. Euro jährlich geschätzt.

Nach Angaben des Deutschen Derivate Instituts e. V. ist die Schweiz außerhalb der Europäischen Union der zweitgrößte Markt und verzeichnet ein kontinuierliches Wachstum. Australien wird als weltweit drittgrößter Markt eingeschätzt. Hongkong gelte als weltgrößter Markt für Optionsscheine, habe aber nur sehr wenig Handelsvolumen in Zertifikaten.

a) Welche Kenntnisse hat die Bundesregierung darüber, welche Zertifikategattungen in welchem Umfang und mit welcher Entwicklung in diesen Ländern verbreitet sind?

Zu der Verbreitung bestimmter Gattungen von Zertifikaten in den erwähnten Staaten liegen keine Erkenntnisse vor.

b) Welche speziell auf Zertifikate bezogenen Aufsichtsregelungen existieren in diesen Ländern und wie werden diese angewendet?

Zu speziell auf Zertifikate zugeschnittenen Aufsichtsregelungen und deren Anwendung in diesen Staaten liegen ebenfalls keine Erkenntnisse vor (vgl. auch Antwort zu Frage 26).

26. Ist es nach Maßgabe der EU-Regeln zulässig, in Deutschland vertriebene und gehandelte Zertifikate unabhängig vom Geschäftssitz des Emittenten nach nationalen Regeln zu beaufsichtigen?

Wenn ja, in welchem Bereich können auf Zertifikate allein nationale Aufsichtsregeln angewendet werden?

In Ergänzung der Antworten auf die Fragen 1, 7 und 13 werden folgende Anmerkungen gemacht:

Nach der EU-Prospektrichtlinie (2003/71/EG) können die Mitgliedstaaten nur in den vom Anwendungsbereich der Richtlinie nicht erfassten Bereichen oder bei ausdrücklich in der Prospektrichtlinie vorgesehenen Sachpunkten eigene Regelungen treffen.

Namentlich gilt dies für bestimmte, vom Anwendungsbereich der Prospektrichtlinie ausgeschlossene Wertpapierarten (vgl. Artikel 1 Abs. 2 der EU-Prospektrichtlinie) oder für die Möglichkeit, die Veröffentlichung einer Mitteilung zu verlangen, aus der sich ergibt, wann und wo der Prospekt veröffentlicht worden ist (Artikel 14 Abs. 3 der EU-Prospektrichtlinie).

Ausdrücklich vorgesehen ist darüber hinaus in Erwägungsgrund 15 der EU-Prospektrichtlinie, dass die Mitgliedstaaten in Bezug auf die Zulassung von Wertpapieren an einem organisierten Markt (d. h. für Deutschland: amtlicher und geregelter Markt) weitere besondere Anforderungen verlangen dürfen, ohne jedoch die Bestimmungen über die Erstellung, den Inhalt und die Veröffentlichung des Prospekts damit zu beeinträchtigen. Demzufolge ist der Spielraum für rein nationale Regelungen betreffend Zertifikate relativ eng.

Soweit Zertifikate den Vorschriften der EU-Finanzmarktrichtlinie und ihren Durchführungsvorschriften unterliegen, ist es den Mitgliedstaaten nur in sehr begrenzten Ausnahmefällen möglich, weitergehende nationale Regelungen zu treffen.

Gesamtherstellung: H. Heenemann GmbH & Co., Buch- und Offsetdruckerei, Bessemerstraße 83–91, 12103 Berlin
Vertrieb: Bundesanzeiger Verlagsgesellschaft mbH, Amsterdamer Str. 192, 50735 Köln, Telefon (02 21) 97 66 83 40, Telefax (02 21) 97 66 83 44
ISSN 0722-8333